



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
“MARCO FANNO”**

**CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**“LE SCELTE DI INVESTIMENTO SECONDO  
L’APPROCCIO COMPORTAMENTALE”**

**RELATORE: PROF.SSA ELENA SAPIENZA**

**LAUREANDO: ALESSANDRO BERTUOLA**

**MATRICOLA N. 1138188**

**ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019**



*A Luciana, Luigino e Vanessa*



# INDICE

INTRODUZIONE .....	2
CAPITOLO 1: IL SUPERAMENTO DELLA TEORIA DEI MERCATI EFFICIENTI .....	4
1.1 La teoria dei mercati efficienti.....	4
1.2 Analisi tecnica e fondamentale.....	5
1.3 Analisi del sentiment .....	7
CAPITOLO 2: LA FINANZA COMPORTAMENTALE .....	8
2.1 Origini.....	8
2.2 La Teoria del prospetto.....	8
2.3 Euristiche del giudizio .....	11
2.4 Bias cognitivi e comportamenti irrazionali degli investitori .....	13
2.5 Come prevenire gli errori nelle scelte di investimento.....	17
CAPITOLO 3: FINANZA COMPORTAMENTALE E BOLLE SPECULATIVE .....	19
3.1 Il fenomeno delle bolle speculative .....	19
3.2 Storia delle principali bolle speculative.....	20
3.3 Fattori psicologici acceleranti e teoria della retroazione .....	22
3.4 Analisi dei comportamenti durante le bolle speculative.....	24
CONCLUSIONI.....	27
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	29

*“L’illusione di capire il passato incoraggia la sicurezza con cui  
riteniamo di poter prevedere il futuro”*

Daniel Kahneman, “Pensieri lenti e veloci”

## **INTRODUZIONE**

I tentativi di comprendere il funzionamento della mente umana hanno condotto a numerose ricerche e studi con applicazioni in diversi campi scientifici. Nel settore economico, cercare di capire le motivazioni alla base di determinati comportamenti ha assunto un’importanza sempre più rilevante, riconosciuta da un crescente numero di personalità nel mondo accademico. Questo perché il manifestarsi, a cadenza sempre più frequente, di periodi di instabilità finanziaria, causati da decisioni errate degli esseri umani, ha condotto gli studiosi a interrogarsi sulla validità degli assunti della finanza tradizionale. Comprendere l’origine di questi errori, di questi atteggiamenti, si rivela fondamentale per rendere efficienti i meccanismi di mercato.

Attraverso questo lavoro si vuole dare una dimensione ai comportamenti che influenzano le scelte di investimento, i quali sono stati analizzati innanzitutto sul piano psicologico e poi in termini di impatto sui valori aziendali e sull’equilibrio di mercato. Questo crossover tra economia e psicologia ha dato origine a una branca di studi denominata finanza comportamentale, alla quale va riconosciuto il merito di aver evidenziato, attraverso riscontri empirici, gli errori commessi nelle decisioni di investimento, con la speranza di contribuire ad una maggiore consapevolezza e generare una maggiore prevenzione.

Partendo dalla teoria dei mercati efficienti, nel Capitolo 1 viene descritto come la psicologia e la sociologia abbiano messo piede nel mondo dell’economia con l’obiettivo di spiegare ciò che fino a quel momento non era ancora stato analizzato in modo dettagliato, dato che le teorie classiche si basavano, e si basano tutt’ora, su ipotesi che non contemplano comportamenti irrazionali dei soggetti economici e deviazioni dall’efficienza operativa.

Nel Capitolo 2 viene delineato brevemente il percorso storico della finanza comportamentale, elencando i personaggi di spicco di questa disciplina e definendo le sue teorie e i concetti di bias ed euristica, tracciando una panoramica delle conclusioni alle quali si è giunti attraverso diversi esperimenti. L’ultima parte del capitolo è dedicata agli insegnamenti desunti in materia di investimenti, con particolare focus sulle pratiche di educazione e consulenza finanziaria, nate allo scopo di assistere gli investitori nelle loro scelte e aumentare la loro

alfabetizzazione finanziaria, in maniera tale da evitare gli errori decisionali evidenziati dagli studi della finanza comportamentale.

Il Capitolo 3 focalizza la sua attenzione su uno dei fenomeni di maggior rilievo per la finanza comportamentale, ovvero le bolle speculative, nelle quali si assiste a comportamenti, da parte degli investitori, prevalentemente irrazionali e che si sono ripetuti numerose volte nel tempo e continuano ad accadere al giorno d'oggi, portando alcuni economisti a identificarle come una condicio sine qua non del funzionamento del capitalismo moderno.

Attraverso un'analisi dei comportamenti tenuti dagli investitori in diverse situazioni, si cerca di capire se le bolle siano di fatto una caratteristica insita del sistema economico, derivanti dai cicli economici positivi e negativi e in minima parte collegate al comportamento di massa degli investitori, oppure siano una condizione causata in modo preponderante dal comportamento gregario dei soggetti economici.

# CAPITOLO 1: IL SUPERAMENTO DELLA TEORIA DEI MERCATI EFFICIENTI

## 1.1 La teoria dei mercati efficienti

I primi sviluppi riguardanti la teoria dei mercati efficienti risalgono agli anni '60 del secolo scorso e il tentativo di formalizzare tali concetti è da attribuire a Eugene Fama. Come da quest'ultimo affermato (1965) un mercato è efficiente se in qualsiasi momento il prezzo delle attività finanziarie scambiate incorpora tutte le informazioni rilevanti disponibili, negando di conseguenza qualsiasi opportunità di arbitraggio<sup>1</sup> per gli investitori. Tale definizione rappresenta un sunto della teoria dei mercati efficienti, la quale poggia su due presupposti fondamentali: il primo è la razionalità degli investitori che, grazie ad informazioni complete, effettuano le loro scelte con il fine ultimo di massimizzare la loro utilità; il secondo è che il prezzo dei titoli sia pari al loro valore fondamentale, calcolato sulla base dei flussi di cassa attesi e sul tasso di rendimento delle attività che lo contraddistinguono. Con queste premesse vengono individuati quattro tipi di efficienza nei mercati:

- **Allocativa** - si realizza nel momento in cui tutti gli individui agiscono in modo razionale perseguendo la massimizzazione della loro utilità;
- **Valutativa** - le informazioni vengono utilizzate in maniera corretta per determinare il valore dei titoli e sono disponibili a tutti gratuitamente;
- **Tecnico/Operativa** - in riferimento alle organizzazioni e alle procedure tramite le quali opera il mercato e che devono poter avvenire in maniera fluida senza ostacoli di alcun tipo come ad esempio i costi di transazione;
- **Informativa** - I prezzi riflettono le informazioni disponibili in ogni istante e nessuno è in grado di ottenere rendimenti superiori al mercato.

Da queste valutazioni si evince come un ruolo chiave nelle assunzioni di Fama sia rappresentato dalle informazioni e dal loro peso nella determinazione dei prezzi. Egli sostiene che in un mercato ideale le variazioni di prezzo dei titoli siano conseguenti all'acquisizione di nuove informazioni, le quali vengono immediatamente scontate nel prezzo stesso, impedendo di fatto opportunità di extra guadagno agli investitori che credono di poter anticipare il mercato. Ciò è dovuto anche al fatto che i prezzi si muovono in maniera casuale (*random walk*) e che il mercato è considerato un gioco equo (*fair game*), e il motivo per cui qualcuno riesce a batterlo, di tanto in tanto, è lo stesso per cui sporadicamente qualcuno vince alla lotteria, ovvero per puro caso.

---

<sup>1</sup> Dal punto di vista tecnico il termine "arbitraggio" significa realizzare profitti sfruttando la differenza di prezzo che uno stesso titolo può avere su due mercati differenti. Nella sua interpretazione meno rigida viene utilizzato per descrivere l'acquisto di titoli sottovalutati e la vendita di quelli sopravvalutati, ovvero la realizzazione di profitti grazie alla deviazione dei prezzi dal loro valore razionale.



A completamento del suo precedente lavoro, Fama nel 1970 individua tre ulteriori forme di efficienza informativa:

1. *forma debole*: i prezzi riflettono tutte le informazioni contenute nelle serie storiche e di conseguenza risulta impossibile prevedere i prezzi futuri sulla base di quelli passati;
2. *forma semi-forte*: oltre alle informazioni sulle serie storiche, i prezzi riflettono anche le informazioni di dominio pubblico, perciò il mero possesso di informazioni pubbliche non consente extra-profitti;
3. *forma forte*: i prezzi riflettono anche le informazioni private, impedendo di fatto qualsiasi extra-guadagno legato al possesso di informazioni privilegiate.

In un primo momento diverse evidenze empiriche erano riuscite a dimostrare queste ipotesi, ma con il passare del tempo e l'evolversi dei mercati finanziari la teoria dei mercati efficienti non era in grado di dare una spiegazione a determinati fenomeni finanziari causati dal nuovo modus operandi dei mercati. Le novità presenti negli ultimi decenni sono riportate di seguito. Innanzitutto, è evidente la presenza di costi di transazione, basti pensare alle professioni di intermediazione e consulenza finanziaria che comportano spese aggiuntive a quelle di investimento. Inoltre, determinate informazioni, anche di dominio pubblico, non sono reperibili gratuitamente per alcuni trader. Molte aziende non sono trasparenti nella diffusione di informazioni riguardanti la loro situazione finanziaria impedendo quindi di venire a conoscenza di dati o fatti determinanti per le decisioni di investimento. Spesso, infine, si assiste a comportamenti opportunistici da parte di chi vende attività finanziarie, impedendo quindi un flusso di informazioni corretto ed attendibile nei mercati.

Oltretutto, nel corso del tempo, al fine di sfruttare queste “anomalie” e individuare opportunità di guadagno, si sono sviluppate numerose tecniche per tentare di predire l'andamento futuro dei prezzi, tecniche tutt'oggi utilizzate in tutto il mondo. Le più famose e le più impiegate sono due: l'analisi tecnica e l'analisi fondamentale.

## **1.2 Analisi tecnica e fondamentale**

Queste due analisi evidenziano come gli agenti non si comportino in maniera del tutto razionale sui mercati cercando vari metodi per prevederne l'andamento futuro. Ma in che cosa si differenziano queste due metodologie?

L'analisi tecnica è un metodo prettamente grafico che si basa sull'analisi dell'andamento passato dei prezzi per cercare di cogliere delle tendenze che possano persistere o ripetersi nel breve periodo. Questa tecnica parte dal presupposto che gli operatori, sulla base delle informazioni in loro possesso, prendano decisioni che influenzano i prezzi dei titoli, e che perciò il mercato sia al 90% psicologico e per il restante 10% logico (Malkiel, 2014). I suoi

seguaci sono detti graficisti, o tecnici, ed il loro lavoro consiste essenzialmente nell'interpretazione dei grafici dei titoli per cercare di anticipare le mosse future degli altri operatori di mercato. I prezzi infatti tendono nel tempo a seguire dei trend, di breve o lungo periodo, che vengono suddivisi in periodi rialzisti (definiti "toro") e periodi ribassisti (definiti "orso"). Più lunga è la durata di questi andamenti, più attendibili ed indicative saranno le informazioni che se ne possono trarre, tenendo conto anche del volume di contrattazioni dell'attività finanziaria in questione; conseguentemente, l'osservazione dell'intensità e dell'entità degli scambi fornisce informazioni sull'apprezzamento o meno di un titolo indipendentemente dai risultati economico-finanziari di un'azienda (Murphy, 1999).

Nel secondo tipo di analisi, diversamente dalla prima, si ipotizza un mercato logico al 90% e psicologico al 10%. In particolare, si cerca di determinare il valore intrinseco di un'azione applicando metodi contabili tramite la lettura dei bilanci aziendali e degli altri documenti pubblici, e sulla base della credibilità dei progetti di investimento di un'impresa nel medio-lungo periodo (Cioli, 2015).

In particolare, i fondamentalisti cercano di scovare relazioni tra il prezzo delle azioni e alcune variabili quali: il tasso di crescita di utili e dividendi, i tassi di interesse e il grado di rischio. Questa analisi tiene conto anche delle variabili macroeconomiche che hanno un'influenza rilevante sulle prestazioni aziendali. Come affermato da Burton G. Malkiel (2014, p.102) "il fondamentalista spera che, attraverso un approfondito studio delle condizioni di mercato, potrà scoprire indizi sui fattori in grado di incidere positivamente in futuro, ma che non si riflettono ancora nei prezzi di mercato presenti". A seguito di queste valutazioni, se il valore di un'attività risulta inferiore rispetto al valore di mercato allora si acquisterà tale attività, in caso contrario si provvederà alla vendita (Cioli, 2015).

La diversità tra le due metodologie si riscontra nel fatto che l'analisi tecnica è un metodo che si basa sul passato e spiega ex-post ciò che è accaduto, e può essere utilizzata da chi dispone di competenze statistiche approfondite; l'analisi fondamentale, invece, necessita di determinate competenze e conoscenze specifiche sul settore di appartenenza di un'azienda, per poter interpretare in maniera corretta il valore di un'attività, e risulta quindi più attendibile anche se, operando una valutazione ex-ante, è pur sempre soggetta ad una probabilità di errore nelle previsioni.

I due metodi presentano vantaggi e svantaggi che possono far preferire l'uno all'altro, ma nella realtà operativa la soluzione migliore sarebbe quella di utilizzarli entrambi in modo integrato. Di fatto è quello che nella maggioranza dei casi si verifica. L'analisi fondamentale consente di selezionare i titoli sopra o sottovalutati mentre quella tecnica indica il momento in cui sarebbe opportuno procedere ad un'operazione di acquisto o vendita.

Da queste due tecniche emerge però un aspetto importante, ovvero la valutazione soggettiva del valore di un titolo. La componente psicologico-emotiva sembra pertanto giocare un ruolo essenziale nelle scelte di investimento. L'errore è insito nella natura umana e di conseguenza l'assunzione di razionalità degli agenti economici non sempre permette di descrivere ciò che accade effettivamente. Le decisioni di investimento possono derivare da sensazioni ed emozioni puramente soggettive. Ciò premesso, accanto ai due metodi sopracitati, si sta diffondendo tra gli investitori un terzo metodo, legato agli aspetti psicologici e all'analisi del sentiment, che sarà trattato nel prossimo paragrafo.

### **1.3 Analisi del sentiment**

Il sentiment, secondo la definizione dell'Enciclopedia Treccani, è “uno stato d'animo, una convinzione o valutazione che si forma sulla base di sensazioni, emozioni, impressioni”. In ambito finanziario è l'insieme delle opinioni che le persone nutrono nei confronti di un asset. L'analisi del sentiment comporta scelte di investimento che fanno leva sugli errori degli investitori nella valutazione e previsione dei mercati finanziari. Questi errori avvengono per un motivo: il mercato è dominato da momenti in cui la razionalità viene meno. Una parte degli scambi, soprattutto in alcuni periodi, ha motivazioni più profonde del calcolo costi-benefici che teoricamente funge da orientamento per i trader.

Molto spesso, le attività di investimento sono pesantemente influenzate dalla componente emotiva: gli stati d'animo più determinanti sono pessimismo ed euforia. Ciò comporta che l'acquisto di un titolo avrà più probabilità di successo durante periodi di pessimismo, mentre si correranno molti più rischi nelle fasi di eccessiva euforia (Cioli, 2015). Questo perché, quando la maggioranza delle persone si muove nella stessa direzione, è probabile un cambiamento di tendenza nel breve periodo. Come spiegato da Markowitz (1958), i mercati sembrano essere efficienti ed in crescita nel lungo periodo, ma nel breve periodo risentono dei comportamenti irrazionali degli investitori, dai quali derivano inversioni di tendenza improvvise. In questo senso possono essere spiegati i famosi “crolli di borsa”, che dipendono da dinamiche totalmente irrazionali. Di conseguenza si deve tenere conto della componente psicologica nello studio delle scelte di investimento, anche al fine di dare una spiegazione ai fenomeni di speculazione e instabilità finanziaria.

Da queste conclusioni, a partire dagli anni '70 del secolo scorso, un filone di studi ha preso forma con lo scopo di creare un campo di ricerche che incorporasse psicologia cognitiva, sociologia, finanza ed economia e che ha avuto una grande diffusione a partire dagli ultimi anni del XX secolo, prendendo il nome di finanza comportamentale.

## CAPITOLO 2: LA FINANZA COMPORTAMENTALE

### 2.1 Origini

La finanza comportamentale è una branca dell'economia comportamentale ed è nata nel periodo in cui risparmiatori ed investitori cercavano risposte concrete e reali ai dibattiti sulle inefficienze dei mercati, che sempre più spesso si stavano verificando, con lo scopo di integrare ciò che la finanza classica non era in grado di spiegare fino in fondo. Il pilastro di questa scienza è la psicologia, e attraverso di essa si tenta di spiegare i comportamenti e le decisioni degli agenti economici in condizioni di incertezza.

Gli studi della finanza comportamentale hanno origine con gli esperimenti di Richard Thaler, nei primi anni Settanta del secolo scorso, sulle decisioni irrazionali delle persone.

L'affermazione a livello internazionale avviene all'inizio degli anni duemila dopo lo scoppio della bolla delle dotcom e con il conseguimento del premio Nobel per l'economia, nel 2002, da parte di Daniel Kahneman, psicologo israeliano e uno dei maggiori esperti in materia, autore di numerosi lavori, ricerche ed esperimenti.

Lo stesso psicologo è l'autore, insieme al compianto Amos Tversky, di quello che si può definire il manifesto della finanza comportamentale, ovvero la "*Teoria del Prospetto*" (*Prospect Theory*)<sup>2</sup>.

Le caratteristiche fondamentali, secondo gli assunti del nuovo approccio, sono che in un mercato in cui sono presenti sia investitori razionali che irrazionali, questi ultimi avranno un impatto sui prezzi e che gli individui commettono errori in maniera sistematica e spesso prevedibile.

### 2.2 La Teoria del prospetto

Sin dal loro primo incontro, Tversky e Kahneman (Kahneman, 2011) hanno indirizzato i loro sforzi verso l'analisi dei comportamenti dei soggetti economici al fine di dimostrare, a livello pratico, come quest'ultimi seguissero procedure semplificate e istintive nelle loro decisioni in condizioni di incertezza. Il modello descrittivo della Prospect Theory trae origine dalla "teoria dell'utilità attesa", caposaldo del modello efficiente dei mercati, formulata dal matematico svizzero Daniel Bernoulli nel 1738. Questa teoria afferma che l'utilità (o valore atteso) di un agente che deve compiere scelte in condizioni di incertezza possa essere calcolata come una media ponderata delle utilità in ogni stato possibile. Il decisore è in grado di ordinare in maniera coerente le proprie preferenze riguardo alle conseguenze delle sue decisioni. Questo

---

<sup>2</sup> In realtà *prospect* non è il prospetto, ma la prospettiva o l'opzione ("Avete il 10% di probabilità di vincere 10 euro e il 90% di perderne 5"), per cui "teoria delle opzioni" sarebbe più corretto. Detto questo, *teoria del prospetto* è la traduzione più utilizzata nel linguaggio accademico.

comporta che la scelta degli individui tra varie combinazioni si basi sui rispettivi livelli di utilità attesa, orientandosi verso la combinazione alla quale è associato il valore più elevato, ossia l'alternativa che comporta i guadagni più alti o le perdite più basse, indipendentemente dalla loro condizione di partenza.<sup>3</sup> Bernoulli assume inoltre che lo stato di ricchezza in un dato momento sia ciò che rende le persone più o meno felici. Ad esempio, consideriamo la situazione di Marco e Luca i quali possiedono entrambi una ricchezza di 500 euro. Ieri Marco possedeva 100 euro mentre Luca 900. Secondo la teoria di Bernoulli entrambi sono felici allo stesso modo, ma nella realtà è chiaro che i loro stati d'animo sono opposti. Oltretutto, le perdite sono viste allo stesso modo dei guadagni, semplicemente con segno opposto; perciò vincere o perdere 400 euro comporta una reazione psicologica di uguale intensità ma segno diverso. Nessuno aveva tentato di confutare queste convinzioni, fino agli anni '70 del secolo scorso quando iniziò la collaborazione tra Kahneman e Tversky. In base ad una serie di indagini, i due psicologi riuscirono a dimostrare come le persone agiscano in maniera opposta quando sono poste di fronte ad alternative che comportano guadagni o perdite: si dimostrano, infatti, avverse al rischio quando tutte le alternative di opzione prevedono dei guadagni, mentre si rivelano propense al rischio nel caso contrario. Questi differenti atteggiamenti spinsero i due psicologici ad evidenziare come Bernoulli avesse omissso una variabile fondamentale, cioè il punto di riferimento rispetto al quale si effettua una valutazione. L'esempio che rende evidente le lacune della teoria dell'utilità attesa è il seguente ed è tratto dal libro "Pensieri lenti e veloci" di D. Kahneman (2011, p.376):

- Problema 1 – Oltre a quello che possiedi ti sono stati dato 1000 euro. Ora ti viene proposto di scegliere tra due opzioni: 50% di probabilità di vincere 1000 euro o ricevere sicuramente 500 euro;
- Problema 2 – Oltre a quello che possiedi ti sono stati dati 2000 euro. Ora ti viene proposto di scegliere tra due opzioni: 50% di probabilità di perdere 1000 euro oppure perdere sicuramente 500 euro.

Se vengono considerati unicamente gli stati finali di ricchezza, i due scenari sono identici secondo la teoria di Bernoulli: hai la certezza di poter vincere 1500 euro contro la scelta rischiosa con pari probabilità di poter diventare più ricco di 1000 o 2000 euro. Sulla base di questo ragionamento, i due problemi dovrebbero indurre comportamenti coerenti. Tuttavia, analizzando le risposte degli individui sottoposti a questo problema, la stragrande maggioranza scelse l'opzione sicura nel primo quesito e l'opzione rischiosa nel secondo.

---

<sup>3</sup> L'applicazione nuda e cruda di questa teoria è la seguente: quando devi decidere tra due alternative A e B per cui "A. 80% di probabilità di vincere 100 euro e 20% di vincerne 10 (valore atteso  $82 = 0.8 \times 100 + 0.2 \times 10$ ); B. 100% di probabilità di vincere 80 euro", sceglierai l'alternativa A dato il suo valore atteso maggiore ( $82 > 80$ ).

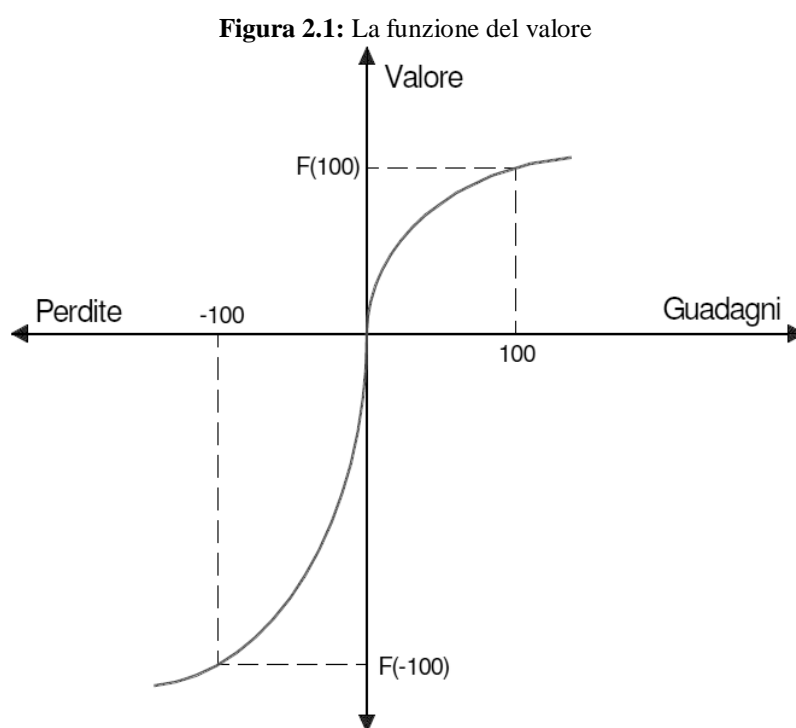
Questo confronto mette in evidenza l'importanza del punto di riferimento rispetto al quale le opzioni sono valutate (Tabella 2.1).

**Tabella 2.1:** Per il modello della Prospect Theory le persone assumono atteggiamenti verso il rischio differenti a seconda che la scelta comporti perdite o guadagni.

<b>Probl. 1:</b> <b>€ 1000</b>	<b>100%</b>	<b>€ 1500</b>	<i>Prospect Theory</i>	<b>Probl. 2:</b> <b>€ 2000</b>	100%	€ 1500	
	50/50%	€ 2000/1000			<b>50/50%</b>	<b>€ 1000/2000</b>	<i>Prospect Theory</i>

Fonte: Elaborazione personale

Nel problema 1 il punto di partenza è superiore di 1000 euro rispetto alla ricchezza iniziale, nel problema 2 è superiore di 2000 euro. Di conseguenza 1500 euro nel primo caso sono percepiti come un guadagno ( $1000 + 500$ ), mentre nel secondo come una perdita ( $2000 - 500$ ). Furono formulati diversi esperimenti simili a questo e tutti portarono alle medesime conclusioni.



Fonte: [www.igorvitale.org](http://www.igorvitale.org)

La Figura 2.1 mostra la funzione del valore, definita da Kahneman “la bandiera della prospect theory”, nella quale sono rappresentate tre caratteristiche fondamentali:

1. i risultati di una decisione sono valutati con riferimento ad un punto di partenza (origine degli assi) e vengono distinti in guadagni e perdite;

2. la sensibilità al cambiamento diminuisce avvicinandosi a valori estremi (la percezione soggettiva del cambiamento è minore passando da 900 euro a 1000 euro rispetto al caso in cui da 100 euro si passi a 200).
3. una perdita è giudicata più pesante rispetto alla soddisfazione che deriva da un guadagno di pari entità (avversione alle perdite), e ciò è rappresentato dalla maggiore pendenza della curva nel terzo quadrante.

La forma a S della funzione mette in risalto un altro aspetto. Quando si valuta la probabilità che un evento si realizzi, questa viene ulteriormente soppesata in modo soggettivo assegnandole un valore personale. Di conseguenza le basse probabilità verranno sovrastimate e quelle alte sottostimate. Queste considerazioni sono rilevanti in campo finanziario: quando gli investitori devono scegliere in quale portafoglio investire, la loro scelta dovrebbe essere guidata unicamente dalla prospettiva di ottenere determinati rendimenti, ma questa valutazione è fortemente condizionata da pareri soggettivi che impediscono loro di trattare la decisione in modo oggettivo (Cervellati, 2012).

Si può quindi notare come la prospect theory focalizzi la sua attenzione sulle componenti soggettive che caratterizzano le decisioni delle persone, componenti che provocano dei percorsi mentali ben definiti ai quali seguono determinati errori. Questi meccanismi psicologici verranno trattati nel prossimo paragrafo.

### **2.3 Euristiche del giudizio**

La parola “euristica” trae origine dal verbo greco *heuriskein* (trovare), ha la stessa radice della parola *eureka* ed è un termine che indica una procedura di semplificazione che consente di trovare risposte adeguate a quesiti complessi (Kahneman, 2011). La caratteristica principale delle euristiche consiste, per l'appunto, nel comparare la difficoltà di una decisione alle limitate capacità di acquisizione ed elaborazione dei dati di cui le persone dispongono; questo comporta che le decisioni prese dagli investitori non siano quelle che massimizzano la loro utilità, ma delle buone risposte che riescono a soddisfare le persone dati i vincoli del contesto di scelta (Gardenal e Rigoni, 2016). Questi meccanismi di semplificazione che la nostra mente opera vengono divisi in tre grandi categorie: euristica della rappresentatività, della disponibilità e dell'ancoraggio.

#### **Euristica della rappresentatività**

Secondo questa euristica, gli individui a cui viene chiesto di classificare un fenomeno in termini di probabilità, tendono ad affidarsi a stereotipi e quindi a rappresentazioni familiari nella loro mente. Nel loro articolo, pubblicato sulla rivista “Science” nel 1974, Kahneman e

Tversky illustrarono come questo meccanismo agisca nella pratica. Chiesero a un gruppo di persone di indovinare il lavoro svolto da una persona, scegliendo tra un elenco di alternative, sulla base della descrizione data da un suo ex vicino di casa. La descrizione recitava in questo modo: *“Steve è un ragazzo timido ed introverso, disponibile, ma poco interessato verso la realtà che lo circonda. Ha un animo mite, bisogno di ordine e passione per i dettagli”*. Le categorie tra le quali scegliere erano: *agricoltore, commercialista, pilota di aerei, bibliotecario e fisico*. Ebbene, la maggior parte delle persone rispose bibliotecario, collegando la descrizione che avevano a disposizione (soggettiva e non pienamente attendibile) con lo stereotipo del bibliotecario, senza tenere conto del fatto che il numero di persone che svolgono il mestiere dell’agricoltore o del commercialista è di gran lunga più elevato (e quindi trascurando la probabilità a priori di un evento). A livello di investimenti questa euristica è stata utilizzata per spiegare la preferenza degli investitori a scegliere azioni di aziende in espansione, indipendentemente dal loro livello di dividendi (Statman, 2011). Tale ragionamento deriva dalla convinzione per la quale le azioni di aziende che godono di una buona reputazione dovrebbero consentire ottimi rendimenti, ma è stato dimostrato che spesso questi titoli hanno rendimenti medi piuttosto mediocri e slegati dallo status delle società. Gli investitori, inoltre, puntano su aziende multinazionali perché le considerano meno rischiose, senza tenere conto della relazione positiva tra rischio e rendimento (Cioli, 2015). Di conseguenza la scelta effettuata spesso non si rivela profittevole nel medio-lungo periodo.

### **Euristica della disponibilità**

In questo caso le persone, nel momento in cui devono esprimere un giudizio sulla probabilità di manifestazione di un dato fenomeno, tendono a ragionare in base alla facilità con cui riescono ad evocare nella propria mente ricordi o episodi inerenti al problema. Questo processo di semplificazione ignora quindi vari fattori determinanti per il calcolo di frequenza o probabilità e fa affidamento su informazioni che a volte hanno poco o nulla a che fare con le stime da effettuare. Un chiaro esempio di questo fenomeno (Gardenal e Rigoni, 2016) è la valutazione di probabilità di successo di un piano industriale: questa viene collegata alla facilità con cui la mente riesce a rappresentare i punti di forza e di debolezza del piano, influenzando il giudizio finale che andrà a sotto o sovrastimare i risultati. A livello di investimenti è stato rilevato (Shefrin, 2000) che spesso vengono preferiti titoli di multinazionali rispetto a titoli di aziende di dimensioni più piccole: la maggior quantità di notizie relative alle prime fa sì che le loro performance positive vengano richiamate alla mente più facilmente, associando quindi una maggior probabilità di buoni rendimenti delle



relative azioni, sovrastimandone il valore. È un meccanismo che funziona anche al contrario, con conseguente sottostima del valore di un titolo.

### **Euristica dell'ancoraggio**

In più di un'occasione gli individui effettuano le loro stime o le loro previsioni facendo riferimento a un punto di partenza, che funge da ancora per il loro giudizio. Il valore iniziale può derivare dalla formulazione del problema o dal risultato di un calcolo parziale e le stime successive fanno affidamento su questo valore, indipendentemente dalla correlazione esistente. Ad esempio, Kahneman e Tversky chiesero ad un gruppo di soggetti di stimare la percentuale di paesi africani in seno alle Nazioni Unite, dopo aver osservato il numero (compreso tra 1 e 100) uscito da una roulette (a loro insaputa truccata). Quando il numero uscito era 65, la stima era in media del 45%; mentre quando era 10 i soggetti fornivano mediamente una stima del 25%. Un punto di ancoraggio puramente casuale condizionava in modo determinante le valutazioni successive. A livello finanziario, si supponga che la stima più diffusa sul valore di mercato di un titolo sia 5000 euro: questo valore costituisce l'ancora di partenza per gli investitori. Se in seguito verranno fornite notizie, buone o cattive, sulla relativa azienda, le stime saranno riviste verso l'alto o verso il basso ma la correzione nel breve periodo sarà relativamente contenuta per non discostarsi eccessivamente dal valore iniziale, influenzando le decisioni di investimento.

## **2.4 Bias cognitivi e comportamenti irrazionali degli investitori**

Come notato, nelle valutazioni delle persone, le euristiche causano errori sistematici ed irrazionali che vengono definiti bias cognitivi.

### **Status quo bias**

Uno degli errori più ricorrenti è quello definito "*Status quo bias*", accennato nella descrizione delle varie euristiche, che implica un eccessivo legame ai dati di partenza con conseguente difficoltà a cambiare le proprie preferenze e che si accentua in presenza di un elevato numero di alternative. Samuelson e Zeckhauser (1988) dimostrarono questo bias, identificandone la motivazione nella tendenza degli investitori a provare rimorso nel caso in cui avessero commesso errori nel modificare il proprio portafoglio, peggiorandone le performance.

### **Orgoglio e rimpianto**

Si sviluppano però anche situazioni opposte alla precedente con molti investitori che provano rimpianto per le opportunità mancate di investimento: è un comportamento diffuso soprattutto

tra gli speculatori che cercano opportunità di guadagno nel breve periodo dedicando relativamente poco tempo alla valutazione delle loro decisioni, agendo in base all'istinto personale in quanto molto sicure di sé (Kahneman e Riepe, 1998).

Che si tratti di rimorso o rimpianto, gli investitori fanno fatica ad ammettere i propri errori, mentre vanno fieri dei propri successi (Malkiel, 2014). Queste emozioni influenzano le strategie di investimento causando scelte errate da parte dei trader finanziari e spiegano la loro tendenza a mantenere le posizioni in perdita e a vendere quelle in utile, determinando *“l'effetto disposizione”* (Shefrin e Statman, 1985): un comportamento che consente di realizzare profitti immediati e di rimandare le perdite, sperando in un miglioramento futuro delle performance dei titoli peggiori. Un tale atteggiamento, tuttavia, ha alcune controindicazioni. Innanzitutto, vendere titoli che stanno guadagnando comporta il pagamento di tasse sui profitti, mentre cedere titoli in perdita comporterebbe una riduzione delle imposte (Malkiel, 2014). Inoltre, modificare assiduamente i portafogli comporta costi di transazione che vanno ad erodere i profitti realizzati.

### **Overconfidence e underconfidence**

L'eccesso di sicurezza (overconfidence) si verifica quando gli investitori sottostimano i rischi, e, quindi, eventi estremi che possono cogliere di sorpresa gli operatori si verificano più frequentemente di quanto si sia indotti a pensare, stimolando un'elevata attività finanziaria

Il comportamento opposto, l'underconfidence, è caratterizzato invece da una fiducia scarsa, nel momento in cui gli operatori hanno a che fare con trend deboli e poco marcati che li portano a stabilire delle stime troppo contenute, a sovrastimare i rischi di un investimento e quindi a paralizzare i loro movimenti finanziari.

### **Eccessi di ottimismo**

L'eccessivo ottimismo è un errore che si verifica quando le persone sovrastimano la probabilità di risultati favorevoli e sottostimano quella di risultati negativi. Gli investitori si illudono di poter battere con regolarità il mercato, autoconvincendosi che quante più operazioni porteranno a termine, tanto più i loro profitti aumenteranno. Una ricerca effettuata sulla società di consulenza americana Gallup (Fisher e Statman 2002) ha evidenziato come gli investitori fossero sistematicamente convinti di poter superare il rendimento di mercato nel periodo 1998-2001, cosa che però non si è poi verificata. Questo non significa che l'ottimismo sia da considerarsi un comportamento negativo anzi, è fondamentale per affrontare determinati problemi quotidiani, oltre a caratterizzare le persone intraprendenti. Il

problema nasce con gli eccessi di fiducia in sé stessi, che nel tempo hanno causato performance negative di alcune aziende e in alcuni casi gravi dissesti finanziari.

### **Illusione di controllo**

L'illusione di controllo si verifica quando le persone sono convinte di avere il comando dei risultati delle loro azioni. Gli psicologi hanno identificato questa tendenza nei manager che credono di avere una qualche forma di padronanza sui loro investimenti. Un esempio lampante dimostra questa situazione (Gardenal e Rigoni, 2016): una società di gestione del risparmio ha assunto un nuovo gestore che negli ultimi anni ha mediamente ottenuto una performance superiore del 2% rispetto agli altri. Le aspettative per le performance dell'anno successivo sono ottimistiche. Tuttavia, al termine dell'ultimo esercizio, la prestazione si rivela inferiore dell'1% rispetto alla media dei suoi colleghi. Probabilmente inizierà a diffondersi l'idea che il gestore sia stato valutato in modo sbagliato o che possa aver perso le sue abilità. Tutto questo è plausibile, ma non vanno trascurati elementi casuali che possono condizionare le performance del più abile dei gestori.

È un errore che si verifica spesso anche nelle decisioni di make or buy. Spesso l'illusione dei manager di poter controllare meglio un processo, anziché affidarsi a soggetti esterni, impedisce loro di sfruttare opportunità di mercato, ritrovandosi con prestazioni al di sotto delle aspettative, figlie della loro presunzione<sup>4</sup>.

### **Bias di conferma**

Il bias di conferma, o illusione di validità, è la ricerca di ragioni a supporto della propria tesi, trascurando ciò che invece la smentisce. Le discipline empiriche ruotano attorno ad un cardine: la verifica di validità di una teoria deve essere sottoposta al processo di falsificazione. Se non si trovano argomenti a sfavore la teoria viene accettata come valida. Gli individui, al contrario, ragionano in maniera opposta: per rafforzare la propria convinzione cercano argomenti a sostegno della stessa cercando di evitare gli argomenti a sfavore.

Questo si manifesta in ambito finanziario nel momento in cui si devono fare stime circa l'andamento futuro di una società e quindi delle sue azioni.

A titolo di esempio viene citato da Malkiel (2014) il caso della Florida Power and Light. In estrema sintesi, negli anni Sessanta, gli analisti reputavano le sue azioni quelle a maggior prospettiva di crescita in virtù di diversi fattori favorevoli. Questi fattori non vennero meno ma l'insorgere di altri fattori negativi minò le performance della società a tal punto che non

---

<sup>4</sup> Nel 1997 i manager della Sun preferirono utilizzare i microchip di loro produzione rispetto a quelli della Intel, convinti di essere in grado di colmare il gap nel giro di poco tempo. Sette anni dopo i chip della Intel erano due volte più veloci di quelli della Sun.

rispettò le previsioni. L'essersi concentrati solo sui fattori favorevoli aveva prodotto una stima errata.

### **Regressione verso la media**

Il principio di regressione verso la media afferma che, quando si osservano valori estremi di una performance, in un senso o nell'altro, dopo ripetute osservazioni le prestazioni tenderanno ad un valore medio: di conseguenza ad un'ottima prestazione, con buona probabilità, ne seguirà una meno buona, e ad una pessima prestazione ne seguirà una meno scarsa (Galton, 1886). Questo non viene riconosciuto dagli esseri umani, per i quali le conseguenze di un fenomeno sono strettamente collegate ai presupposti, così come il futuro è considerato una conseguenza diretta di ciò che è successo in passato (Kahneman e Tversky, 1974). Le ripercussioni sui mercati sono notevoli: quando un'azione ha avuto una performance superiore alla media per un certo periodo di tempo si è indotti ad un certo ottimismo. Ottimismo che non è però supportato dai fatti, dato che è stato dimostrato che nella maggioranza dei casi le azioni che hanno sovraperformato per tre anni sono quelle che poi hanno avuto performance peggiori nei tre anni successivi, rispettando quindi il principio suddetto (De Bondt e Thaler, 1985). Questo errore colpisce soprattutto gli investitori principianti, mentre il principio di regressione sembra essere riconosciuto dai più esperti. I quali, tuttavia, sono a loro volta soggetti ad errore, in quanto a volte traggono conclusioni eccessive, prevedendo inversioni di tendenza più marcate rispetto a quelle che poi effettivamente si verificano.

### **Effetto gregge**

L'effetto gregge è un'espressione usata per descrivere come il comportamento di un individuo si conformi a quello degli altri componenti del gruppo di cui fa parte, senza nessuna forma di coordinamento. In generale, è stato dimostrato più volte come le decisioni di gruppo siano migliori di quelle prese dai singoli individui. La dimostrazione più vivida di questa affermazione è il sistema dei prezzi nel libero mercato. L'insieme delle decisioni prese dagli agenti economici si influenzano reciprocamente fino ad arrivare ad un equilibrio dove si producono e vengono scambiate le corrette quantità di beni e servizi. Allo stesso modo, le decisioni di compravendita di milioni di investitori nel mondo influenzano i prezzi a cui i titoli sono quotati e le decisioni degli altri trader. Ciò nonostante, come affermato in precedenza, non sempre il mercato prende le decisioni più corrette: può capitare che si inneschino meccanismi fuori controllo, e gli esempi più eclatanti sono le bolle speculative e i crolli di borsa, con conseguenze a volte disastrose per l'economia (Malkiel, 2014).

## 2.5 Come prevenire gli errori nelle scelte di investimento

Il tema dell'alfabetizzazione finanziaria<sup>5</sup> (con cui si intende la conoscenza di nozioni fondamentali di finanza come la capitalizzazione degli interessi o il confronto tra decisioni collocate in diversi istanti temporali) è diventato alquanto rilevante nel contesto economico generale, soprattutto per migliorare la qualità degli investimenti effettuati (Gardenal e Rigoni, 2016). La finanza comportamentale non si limita ad una disamina dei comportamenti irrazionali degli investitori ma propone anche una serie di soluzioni per ridurre gli errori commessi in fase di scelta, che vengono compiuti frequentemente dalle classi più disagiate, ovvero giovani ed anziani (Agarwal, Driscoll, Gabaix e Laibson, 2009). Queste tecniche fanno parte di un processo che prende il nome di *debiasing*, e comprendono anche l'educazione e la consulenza finanziaria, senza dimenticare il ruolo delle istituzioni come garanti della trasparenza nella diffusione di informazioni.

Il processo di *debiasing* si compone di tre momenti cruciali: il *warning* (avvertimento) volto ad avvisare un individuo che sta per commettere un errore; l'illustrazione degli errori che si possono commettere o che stanno per essere commessi; ed infine l'addestramento finalizzato ad assumere il comportamento più corretto per evitare situazioni spiacevoli. Tuttavia, diverse evidenze hanno rivelato la debolezza di questo processo, in quanto l'avvertimento agli investitori si rivela inefficace. Va considerato infatti che molte persone non sono esperte di finanza o economia, e affidano la gestione dei loro risparmi e dei loro portafogli a soggetti terzi, preferendo amici e parenti a professionisti del settore (caratteristica diffusa tra chi appartiene a fasce di reddito basse) (Lusardi, 2008). In aggiunta, il riconoscimento degli errori non implica un'automatica inversione di tendenza nel comportamento. Le persone sembrano invece apprendere maggiormente dall'esperienza diretta, attraverso il *learning by doing*. La memorizzazione di un errore commesso personalmente, e le cui conseguenze si provano sulla propria pelle, è più agevole rispetto al dover imparare le numerose situazioni che si possono verificare (Cervellati, 2017). In quest'ottica si sono diffuse pratiche di simulazioni online dove gli aspiranti trader possono utilizzare denaro virtuale per prendere confidenza con i meccanismi dei mercati finanziari, diventando più esperti in materia.

Una tecnica che sembra avere una discreta efficacia è la cosiddetta "*consider the opposite strategy*", volta a sollecitare le persone ad assumere una visione esterna delle loro decisioni, affinché possano valutare le alternative di scelta che stanno trascurando e quali scenari potrebbero verificarsi qual ora agissero diversamente.

---

<sup>5</sup> Per approfondimenti si rimanda agli studi di Annamaria Lusardi e Olivia Mitchell sulle decisioni dei cittadini americani relative alla loro pensione futura, "*Financial literacy and planning: implications for retirement wellbeing*" WP Pension Research Council, Wharton School University of Pennsylvania.

Si è detto in precedenza, però, che gli errori vengono commessi anche dagli investitori più esperti. Costoro quando giudicano i propri rendimenti, tendono a prendersi i meriti per i risultati positivi e ad addossare le colpe al mercato per quelli negativi. Interpretare i risultati è difficile per chiunque, considerando anche che per la valutazione complessiva di un investimento si deve aspettare molto tempo (anche anni), rendendo quindi complicato capire dove un operatore stia sbagliando o meno. In questo contesto gioca un ruolo fondamentale la prevenzione e quindi l'educazione finanziaria ex ante degli investitori, volta a prevenire un eccessivo indebitamento di trader, famiglie o imprese. La figura del consulente finanziario<sup>6</sup> deve tenere conto di queste indicazioni ed operare una scrupolosa valutazione delle aspirazioni del cliente, delle tempistiche e dei mezzi attraverso i quali esso vuole raggiungere i suoi risultati. Deve inoltre aiutare il cliente a districarsi nella fitta rete di informazioni, con lo scopo di evitare interpretazioni errate e far sì che concentri la propria attenzione su informazioni rilevanti che spesso sfuggono alla sua attenzione (Linciano, 2010).

Gli studi accademici attuali, tuttavia, non esprimono un giudizio unanime su queste pratiche. Alcuni contributi negano l'efficacia dell'educazione finanziaria a causa del sistema in costante mutamento e della grande differenza tra le conoscenze idealmente necessarie e quelle effettivamente possedute da molti soggetti (Willis, 2008). Altri dimostrano come l'impatto della formazione finanziaria sia relativamente modesto sulle decisioni e le azioni delle persone, soprattutto in chiave previdenziale e di diversificazione degli investimenti (Duflo e Saez, 2003).

Infine, un ruolo cruciale è svolto dalle istituzioni finanziarie che dovrebbero impedire comportamenti opportunistici da parte degli intermediari finanziari, garantendo la giusta trasparenza tra le parti (Cervellati e Rigoni, 2011). Un altro aspetto, non meno importante, riguarda la divulgazione di informazioni sui prodotti finanziari e sulle performance aziendali per evitare speculazioni sull'ignoranza ed inesperienza altrui.

---

<sup>6</sup> L'attività di consulenza finanziaria è disciplinata a livello legislativo dagli articoli del D.Lgs 58/59 (TUF) come "la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario".

## CAPITOLO 3: FINANZA COMPORTAMENTALE E BOLLE SPECULATIVE

Nel capitolo precedente sono stati esaminati i meccanismi che stanno alla base del comportamento degli investitori, i loro errori e come sia possibile prevenire tali imprecisioni. Questo capitolo si soffermerà su quello che può essere definito il fenomeno più emblematico, al tempo stesso causa ed effetto, di questi comportamenti non razionali: la bolla speculativa.

### 3.1 Il fenomeno delle bolle speculative

Con il termine “bolla speculativa” si intende il fenomeno per il quale il prezzo di un asset si slega completamente dal valore fondamentale dello stesso, raggiungendo livelli molto elevati in un breve lasso di tempo, e per un periodo più o meno prolungato, a causa del comportamento di acquisto degli investitori. Il valore che risulta da questo meccanismo non corrisponde a quello reale, e di conseguenza è destinato a crollare, ma ciò non accadrà fin tanto che ci saranno persone disposte ad acquistare tale asset. Questo fenomeno è stato oggetto di vari studi volti ad individuarne le caratteristiche principali, in modo da identificarne le cause e poter prevenire gli effetti negativi che ne susseguono.

Grazie ai lavori di Hyman Minsky (1992) è stato possibile individuare le cinque fasi che compongono una bolla speculativa:

- **Displacement**: costituisce il momento in cui si forma la bolla speculativa. È un evento esterno, o shock, che altera il comportamento delle persone, e per definirsi tale deve impattare sull'intero panorama economico;
- **Boom**: durante questa fase, si diffonde la convinzione che l'evento che ha innescato il meccanismo della bolla possa avere effetti di un certo livello sui mercati, e sugli sviluppi economici futuri. È in questa fase che gli investitori istituzionali prendono parte alla corsa;
- **Euphoria**: segna il momento in cui la maggior parte degli attori economici si convince di poter trarre un profitto dalla situazione creatasi procedendo all'acquisto di titoli e azioni;
- **Profit taking**: gli agenti economici (in primis gli investitori istituzionali) iniziano a chiudere le loro posizioni, vendendo in massa i loro asset, cercando di conservare i loro profitti e di evitare le perdite imminenti;
- **Panic**: in questa fase i valori dei titoli, a causa del meccanismo di vendita innescatosi, crollano inesorabilmente, scendendo al di sotto del loro valore fondamentale. I più inesperti tendono ad indugiare sulla vendita dell'asset sperando in una improvvisa ripresa, che però non si verifica, ritrovandosi a dover fronteggiare perdite importanti.

Questi costituiscono i momenti salienti di una bolla speculativa. Una visione così schematica, però, non aiuta a comprendere perché le persone cadano vittima di questa “trappola”. L’aumento repentino dei prezzi di un asset, infatti, ha riguardato vari settori economici e si è verificato in molteplici occasioni nel corso degli ultimi quattrocento anni. Per quali motivi le persone continuano a perseverare nei loro errori, anziché imparare dagli insegnamenti del passato?

### **3.2 Storia delle principali bolle speculative**

La prima vera bolla speculativa si verificò in Olanda nel XVII secolo e riguardò i bulbi di tulipano. La speculazione ebbe inizio quando alcune di queste piante furono colpite da un virus non letale, che conferiva loro un aspetto particolare. Si iniziò a dare molto valore a questi bulbi “malati”, e i commercianti di tale pianta cercavano di prevederne le varietà più popolari dell’anno successivo, puntando su una crescita della loro valutazione. Procedevano quindi all’acquisto di grandi scorte alimentando la vertiginosa crescita dei prezzi. Molte persone iniziarono a speculare a loro volta, arrivando addirittura ad impegnare beni personali come terreni, case, mobili e gioielli per reperire denaro. I prezzi giunsero a livelli estremamente alti, fino ad arrivare al 1637, quando iniziò a diffondersi una certa prudenza accompagnata dalla vendita dei tulipani. Questo esempio fu seguito da sempre più persone e i prezzi crollarono improvvisamente causando la bancarotta di molti commercianti.

La seconda grande mania speculativa ebbe luogo in Inghilterra nel secolo successivo, ed è passata alla storia come “la bolla dei Mari del Sud”. In quel contesto a subire un impressionante aumento del prezzo furono le azioni della Compagnia dei Mari del Sud, che aveva in carico la gestione del traffico commerciale nei mari omonimi. Grazie alla diffusione di false convinzioni sulle operazioni attuate dalla Compagnia, e sulla sua capacità di generare grandi profitti, la gente continuava a investire denaro in cambio di azioni, convinta di poterle rivendere ad un prezzo maggiore. Il meccanismo continuò per pochi mesi, fino a quando le persone, resesi conto del valore anormale delle azioni che possedevano, iniziarono a venderle innescando una reazione a catena.

Il terzo grande boom speculativo colpì il mercato azionario statunitense nel 1929, passando alla storia come “il crollo di Wall Street”. Negli anni Venti, sull’onda del boom economico statunitense, gli americani avevano iniziato a speculare pesantemente sul mercato azionario, il quale stava assumendo un ruolo di grande rilievo nella cultura del paese. Spinti dalla diffusa convinzione che Wall Street offrisse grandi opportunità di guadagno, la gente acquistava sempre più titoli, completando numerose transazioni. Il valore del mercato salì oltre qualsiasi

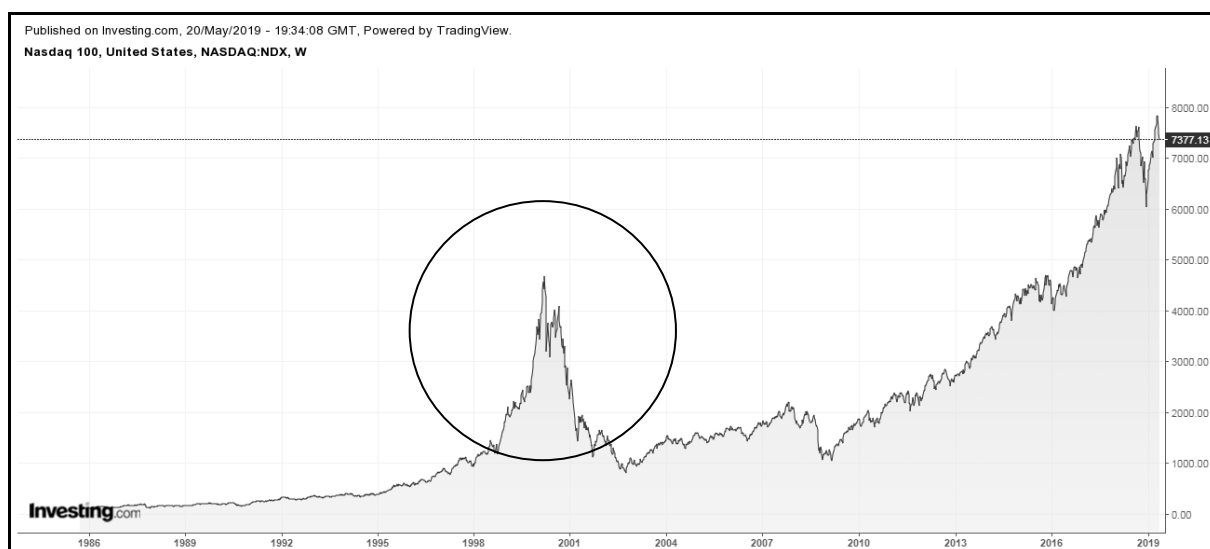


livello ragionevole fino a un punto critico, con il conseguente crollo verticale che fece piombare gli USA nella più grande crisi economica fino ad allora verificatasi.

Le bolle speculative si ripresentarono nel corso degli anni Sessanta, e in diverse altre occasioni fino a giorni nostri. Nella maggior parte di queste occasioni, l'entusiasmo sfrenato verso le nuove tecnologie che si stavano diffondendo, spingeva gli investitori ad acquistare azioni di aziende che affermavano di trattare tali tecnologie, al di là che ciò fosse effettivamente vero. La sola idea che una nuova start up si stesse facendo campo nel settore dell'informatica piuttosto che in quello delle biotecnologie o di internet, scatenava la corsa all'acquisto spasmodico di azioni. In ogni circostanza, gli effetti furono sempre gli stessi: impennata dei prezzi e successivo crollo con gravi conseguenze per l'economia.

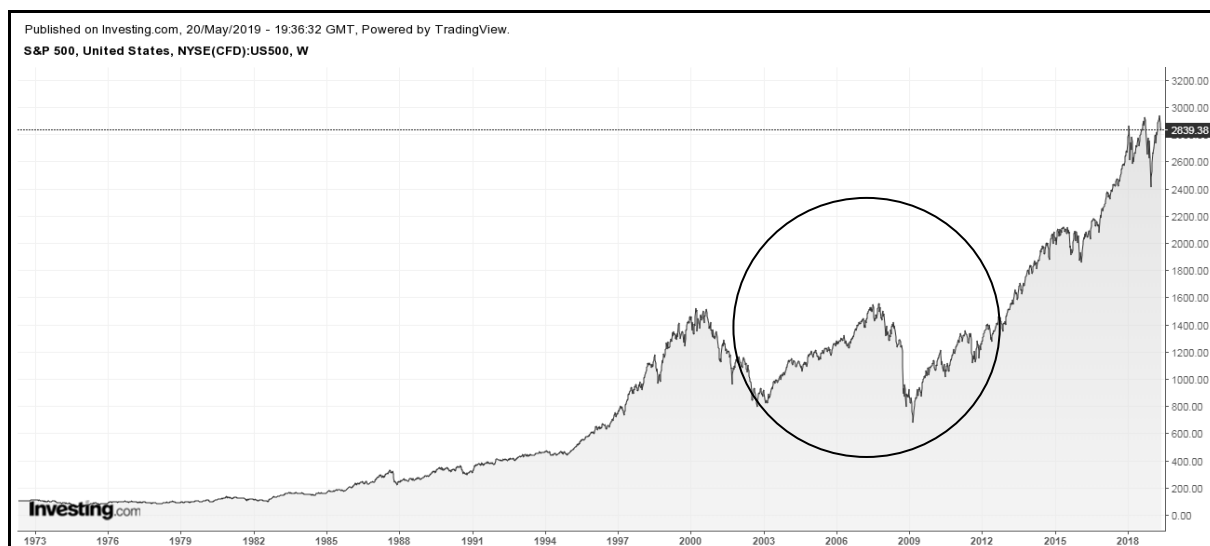
Le ultime due bolle in ordine di tempo sono state quella riguardante le aziende "dotcom" (Figura 3.1) a cavallo tra i due secoli, generata dalla diffusione di Internet, e quella immobiliare (Figura 3.2), causata dall'aumento dei prezzi delle abitazioni, la cui esplosione nel 2008 ha provocato il più grande dissesto finanziario della storia.

**Figura 3.1** Grafico storico dell'indice Nasdaq 100 (composto prevalentemente di titoli tecnologici), che evidenzia la bolla delle dotcom di inizio millennio



Fonte: [www.investing.com](http://www.investing.com)

**Figura 3.2** Grafico storico dell'indice S&P 500, che evidenzia la bolla immobiliare del 2008



Fonte: [www.investing.com](http://www.investing.com)

Senza addentrarci nei meccanismi tecnici e nella cronologia degli eventi che hanno caratterizzato ogni periodo di ogni corsa speculativa, si cercherà ora di descrivere, grazie alla finanza comportamentale, quali siano i meccanismi psicologici a innescare questo fenomeno.

### 3.3 Fattori psicologici acceleranti e teoria della retroazione

Il fallimento nel contestualizzare in maniera appropriata le dinamiche speculative, spiega in parte la tendenza a usare la psicologia per spiegare le bolle finanziarie (Kindleberger, 2000). Quest'ultime, secondo Samuel Knafo sono “disconnesse dai parametri dell'economia reale e sembrano essere guidate da un'euforia irrazionale” (2009, p. 129).

Robert J. Shiller (2000) individua 12 fattori che contribuiscono in maniera determinante alla creazione delle bolle. In questo elaborato ci soffermeremo sulle variabili che influenzano a livello comportamentale gli investitori.

Possiamo quindi individuare, soprattutto negli anni recenti, i seguenti fattori psicologici:

- L'arrivo di nuove tecnologie: le nuove scoperte in campo tecnologico/informatico creano un'atmosfera di fiducia negli investitori con riferimento agli scenari futuri. L'idea che le persone possano beneficiare dell'introduzione di nuove tecnologie, con conseguenti sviluppi economici, influenza i meccanismi di scelta degli investimenti, al di là che queste “rivoluzioni” abbiano poi uno sviluppo concreto. Ciò che conta è l'impressione che viene generata nella massa. Spesso in questi casi viene utilizzata l'espressione “new era”<sup>7</sup>;

<sup>7</sup> Questa espressione venne utilizzata da Alan Greenspan nel 1997, quando ricopriva la carica di Presidente della Federal Reserve Bank, per descrivere il rialzo di mercato causato dalla diffusione di Internet.

- Cambiamenti culturali: il ruolo della cultura di massa è fondamentale nelle scelte delle persone, qualsiasi ambito venga preso come riferimento. In ambito economico le bolle sono precedute e accompagnate da un particolare entusiasmo verso i mercati azionari, che sembra caratterizzare la maggior parte delle discussioni di gruppo per capire quale possa essere la via più facile per guadagnare denaro. La gente rimane assuefatta dai racconti di persone che raccontano la storia che li ha portati a grandi guadagni, e vuole cercare di emulare tali esperienze;
- Il ruolo dei media: al giorno d'oggi, nei paesi sviluppati, la diffusione delle informazioni avviene in maniera capillare e praticamente istantanea. L'espansione di Internet ha contribuito in maniera decisa a tutto ciò, consentendo a chiunque di poter accedere a qualsiasi tipo di informazione. Anche nei mercati finanziari è ormai possibile, da un po' di anni, monitorare le quotazioni di mercato attraverso qualsiasi dispositivo dotato di connessione internet, in maniera gratuita. L'intensificazione di notizie economiche e finanziarie provoca un aumento della domanda di titoli azionari, similmente a quanto avviene con la pubblicità per i beni di consumo, contribuendo alla formazione di meccanismi speculativi;
- Aumento delle negoziazioni: allo stesso modo in cui i canali informativi hanno vissuto un grande sviluppo grazie ad internet, anche la possibilità di investire direttamente sui mercati ha subito una crescita notevole. La diffusione del trading via web consente oggi a qualsiasi persona, che abbia denaro da investire, di poter effettuare operazioni di compravendita. Negli ultimi tempi i siti di trading hanno migliorato il controllo sulle registrazioni, per evitare la creazione di account falsi o di persone che non possiedano effettivamente i requisiti per praticare attività di trading (minorenni, bot, ecc.). Aldilà di questa attività di filtraggio, la possibilità di investire su internet sta aumentando il ritmo al quale si propagano le bolle speculative (anticipando, di conseguenza, anche il momento dello scoppio);
- Aumento delle occasioni speculative: l'aumento del gioco d'azzardo (anch'esso favorito da internet) ha un impatto notevole sugli atteggiamenti delle persone nei confronti dell'assunzione di rischi. Sembra che i periodi di maggiore attività nei confronti delle scommesse corrispondano ai periodi di maggiore volatilità del mercato azionario. Questo sembra essere provocato dal fatto che il gioco d'azzardo faccia calare la paura per le perdite e rafforzi la sensazione che, tentando ripetutamente, prima o poi arriverà il momento in cui si otterrà una grande vincita, inducendo ad allargare i propri "azzardi" ai mercati finanziari;

- Previsioni degli analisti: gli analisti ricoprono un ruolo molto importante nell'alimentare le bolle speculative e il sentiment degli investitori. Essi, infatti, in periodi di crescita dei prezzi, tendono ad evitare i consigli sulla vendita dei titoli, per evitare di entrare in conflitto con le imprese delle cui azioni raccomandano la vendita. Si verificano così valutazioni esageratamente ottimistiche sul fair value delle azioni, influenzando il pensiero comune degli investitori e innescando dinamiche fuori controllo.

Come si può notare, questi fattori acceleranti influenzano la fiducia degli investitori, la domanda di titoli azionari e le loro aspettative sul futuro. Il modo in cui questi meccanismi operano può essere spiegato tramite la teoria della retroazione (Campbell e Cochrane, 1999): gli aumenti iniziali dei prezzi (che possono essere determinati dai fattori succitati) stimolano costantemente i prezzi successivi a causa della maggiore domanda creata per effetto degli stessi aumenti iniziali.

Allo stesso modo in cui questo meccanismo influenza i prezzi, anche la fiducia e le aspettative degli investitori si autoalimentano a causa di questo *loop*. Il meccanismo continua fino a quando non si arriva al limite e si genera la tendenza inversa, e anche in questo caso si verifica un processo di autoalimentazione in quella che viene definita “bolla negativa”, cioè il classico scoppio della bolla. A livello psicologico il fatto che il mercato segua un particolare trend genera il desiderio di prendervi parte.

Una volta descritti i fattori acceleranti e il meccanismo attraverso il quale questi influenzano le decisioni finanziarie, non resta che trattare gli effettivi comportamenti degli investitori durante le bolle speculative. Molti di questi sono stati descritti nel secondo capitolo quando si è parlato di euristiche e bias, e di seguito verranno trattati in maniera specifica al caso in questione.

### **3.4 Analisi dei comportamenti durante le bolle speculative**

Come discusso in precedenza, arrivati a questo punto è chiaro come esistano processi psicologici alla base del mercato che non ci si attenderebbe qualora questo operasse in regime di razionalità e perfetta efficienza. Questi modelli non sono il risultato dell'ignoranza dell'uomo, ma della sua acutezza, dei suoi limiti e dei suoi pregi: ogni investitore si sforza di compiere la scelta corretta, ma l'istinto prevale in certe situazioni portandoli a determinate sequenze comportamentali in mancanza di chiare indicazioni (Shiller, 2000).

Nel caso delle bolle speculative, gli investitori tendono in primis a fare affidamento su due tipi di ancore: quantitative e morali. Per quanto riguarda il primo caso, l'ancora può assumere varie forme. Per esempio, il giudizio sul livello dei prezzi delle azioni tende a fare

affidamento al prezzo più recente che si ricordi. Molte volte si fa riferimento a record passati che vengono visti come un limite da superare, e ciò spiegherebbe lo strano comportamento dei mercati in prossimità di questi livelli. In altre occasioni, quando si devono fare valutazioni su un determinato titolo, si tende a considerare i movimenti o i livelli dei prezzi di altri titoli dello stesso settore, costituendo un valido benchmark nella mente delle persone. In più di un'occasione titoli appartenenti alla stessa categoria seguono trend simili (si pensi agli aumenti delle varie crypto-valute quando aumentò il valore dei Bitcoin nel 2017).

Nel caso delle ancore morali, il mercato, anziché essere attratto da valori numerici, viene influenzato da particolari storie o avvenimenti. Essendo ignoto alle persone quale sia il livello intrinsecamente giusto dei titoli, queste spesso si fanno influenzare dai racconti altrui o da giustificazioni personali al fine di costruire riferimenti nella propria mente. Questi racconti impattano sulla decisione di investire la propria ricchezza o conservarla. Le bolle non si verificherebbero se, nel momento in cui il prezzo inizia a salire troppo in alto, la gente fosse consapevole di ciò e iniziasse a vendere, in modo tale da generare un ottimo guadagno. Al contrario, il mercato viene stimolato continuamente al rialzo con la speranza che non si fermi, cercando continuamente storie, attendibili o meno, a sostegno di questa aspettativa.

Queste due ancore psicologiche hanno in comune un certo grado di ottimismo nelle proprie capacità valutative e in ciò in cui si crede. Quando una persona effettua un'operazione di acquisto di un titolo è convinta che quel titolo avrà un andamento positivo in futuro, altrimenti avrebbe agito diversamente. Questo aspetto viene ulteriormente rafforzato durante le bolle speculative, dato che la decisione di acquisto è sostenuta dalla percezione di fare parte di un trend. Inoltre, se non ci fosse un alto grado di ottimismo e di sicurezza nelle proprie capacità, difficilmente si spiegherebbe l'alto volume di negoziazioni nelle fasi speculative. Shiller (2000), per dimostrare questa tendenza a sopravvalutare le proprie abilità, effettuò un'indagine subito dopo il crollo del 19 ottobre 1987, in cui chiese a un gruppo di investitori se nel corso di quella giornata avessero avuto la percezione di ciò che si sarebbe verificato. Circa la metà degli intervistati rispose affermativamente, giustificando la risposta come risultato di una loro intuizione, di un loro sentire, ma non sulla base di dati tecnici oggettivi.

Un altro aspetto fondamentale nella discussione sulle bolle speculative riguarda i comportamenti gregari. Il giudizio personale viene più volte influenzato da quello popolare. Quando una grande massa di individui condivide lo stesso pensiero, è difficile per una persona credere che queste si stiano sbagliando tutte insieme. Diversi esperimenti hanno dimostrato come in presenza di una realtà oggettiva, chiara e netta, le persone vengano influenzate dalle opinioni altrui, conformandosi al pensiero comune che non corrisponde alla verità. Questo spiega come nelle bolle speculative non si riesca a ragionare in maniera

distaccata e oggettiva nella valutazione di un asset, e nel momento in cui la maggioranza degli investitori prende parte alla corsa speculativa, pochi individui riescono a non rimanerne influenzati.

Per spiegare questo comportamento gregario spesso si ricorre al concetto di cascata di informazioni, secondo il quale i giudizi emanati da un soggetto X sono influenzati da precedenti giudizi altrui: allo stesso modo il giudizio di X influenzerà il giudizio futuro di altri soggetti (Bikhchandani, Hirshleifer e Welch, 1992). Nei mercati finanziari spesso si crede che il valore di un'azione sia di per sé corretto in quanto conseguenza della domanda generata, ma in realtà quella stessa domanda è influenzata dalle decisioni precedenti prese da altri investitori.

In definitiva, i comportamenti dei soggetti economici non vanno contrastati ma vanno gestiti e indirizzati nella maniera adeguata. Come afferma Shiller (2000, p. 318), “non possiamo proteggere le persone da tutte le conseguenze dei loro errori e non possiamo negare loro la possibilità di realizzarsi come vogliono. Non possiamo proteggere completamente la società dagli effetti delle ondate di euforia o pessimismo irrazionale, reazioni emotive che sono a loro volta parte della condizione umana”.

## CONCLUSIONI

Lo scopo iniziale di questo elaborato era quello di spiegare come alla base delle scelte di investimento non ci siano meccanismi di razionalità perfetta che conducono ad una situazione di massima efficienza dei mercati. Per riuscire in questo intento ci si è serviti degli insegnamenti della finanza comportamentale, branca dell'economia che si occupa di capire come possano essere spiegati gli investimenti delle persone da un punto di vista emotivo, cercando di integrare ciò che la finanza classica non riusciva a spiegare in maniera dettagliata, basandosi su ipotesi diverse. La differenza sostanziale riguarda l'ipotesi di razionalità degli individui che viene messa in discussione negli studi della nuova disciplina. Partendo da questo presupposto la finanza comportamentale è riuscita a dare una spiegazione ai comportamenti degli investitori, studiando le loro scelte e le loro reazioni agli stimoli del mondo economico-finanziario, definendo tali comportamenti "euristiche del giudizio", e i relativi errori decisionali "bias cognitivi".

Grazie agli studi di questa disciplina si è creata una maggiore consapevolezza nel mondo degli investimenti che ha portato alla creazione di vari metodi per educare investitori e manager aziendali a prendere le decisioni corrette a seconda della situazione, cercando di assumere una visione oggettiva, evitando di farsi influenzare da giudizi soggettivi. Una visione esterna e distaccata permette di considerare tutte le variabili in questione e di prevenire decisioni che possono avere impatti negativi sull'ambiente circostante.

Nonostante le opinioni contrastanti sull'efficacia di alcune pratiche di educazione finanziaria, la sua importanza è riconosciuta a più livelli, tenendo conto della crescente incertezza del contesto di scelta e delle maggiori responsabilità degli individui in alcuni ambiti decisionali.

Il focus sulle bolle speculative ha permesso di capire come uno dei meccanismi finanziari più frequenti negli ultimi decenni agisca nella pratica a livello comportamentale. Anche in questo caso, servendosi di euristiche e bias, è stato tracciato un quadro delle cause che generano queste situazioni e degli effetti che i periodi speculativi hanno sugli investitori. Alla luce di quanto affermato, e riprendendo quanto detto nell'introduzione, si può affermare che le bolle finanziarie siano una condizione insita del sistema capitalistico attuale, ma che le nuove tecnologie, internet su tutte, amplifichino l'influenza dei soggetti economici nella creazione di queste fasi di instabilità. In sostanza queste situazioni vanno accettate ma, di fatto, le lezioni della finanza comportamentale possono consentire di evitare che il loro impatto possa essere devastante nei confronti dell'economia globale, e far sì che alcuni investitori riconoscano il trend ascendente di un asset, valutando se sia il momento giusto per effettuare un'operazione di acquisto, o se sia preferibile essere prudenti per evitare conseguenze negative. Anche in questo caso l'educazione finanziaria può svolgere un ruolo cruciale e dev'essere promossa dai

governi nazionali che devono studiare forme di assicurazione sociale e di prevenzione che consentano una gestione maggiormente efficace e lungimirante dei propri risparmi.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Lunghezza dell'elaborato: 9853 parole.



## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

AGARWAL S., DRISCOLL J., GABAIX X., LAIBSON D., 2009. "The age of reason: financial decisions over the lifecycle with implication for regulation", *Brooking papers on Economic Activity*, 2, pp. 51-117.

BERNOULLI D., 1738. "Evolution and Economics under Risks", *Journal of Bioscience*, 25 (3), pp. 221-228.

BIKHCHANDANI S., HIRSHLEIFER D., WELCH I., 1992. "Learning from the Behaviour of Others: conformity, fads and informational cascades", *The Journal of Economic Perspective*, 12 (3), pp. 151-170.

CAMPBELL J., COCHRANE J., 1999. "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior", *Journal of Political Economy*, 107 (4995), pp. 205-251.

CERVELLATI E.M., RIGONI U., 2011. "Finanza comportamentale. Un approccio alternativo per risparmio e investimenti", Milano: *Brown Editore*, pp. 26-62.

CERVELLATI E.M., 2012. "Finanza comportamentale e investimenti. Oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori". 1° ed. Milano: *McGraw-Hill*.

CERVELLATI E.M., 2017. "One size does not fit all. The importance of investors' personality in financial education", in "Le sfide dell'educazione finanziaria - La rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace. *Quaderni di finanza Consob*, 84, pp. 75-86.

CIOLI V., 2015. "La Finanza Comportamentale". 1° ed. Roma: *Aracne editrice*.

DE BONDT W., THALER R., 1985. "Does the Stock Market Overreact?", *The Journal of Finance*, 40 (3), pp. 793-805.

Dlgs. 24 Febbraio 1998, n.58.

DUFLO E., SAEZ E., 2003. "The role of information and social interactions in retirement plan decisions: evidence from a randomized experiment", *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 815-842.

FAMA E., 1965. "The Behavior of Stock Market Price", *The Journal of Business*, 38 (1), pp. 34-115.

- FAMA E., 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, 25 (2), pp. 383-417.
- FISHER K., STATMAN M., 2002. "Blowing Bubbles", *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 3, pp. 53-65.
- GALTON F., 1886. "Regression towards mediocrity in hereditary stature", *Journal of the Anthropological Institute*, 15, pp. 246-263.
- GARDENAL G., RIGONI U., 2016. "Finanza Comportamentale e Gestione del Risparmio". 2°ed. Torino: Giappichelli.
- KAHNEMAN D., 2011. "Pensieri lenti e veloci". 1° ed. Milano: Mondadori.
- KAHNEMAN D., RIEPE M., 1998. "Aspect of Investor Psychology", *The Journal of Portfolio Management*, 24 (2), pp. 52-65.
- KAHNEMAN D., TVERSKY A., 1974. "Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases", *Science*, 185 (4157), pp. 1124-1131.
- KINDLEBERGER C., 2000. "Manias, Panic and Crashes". New York: Wiley.
- KNAFO S., 2009. "Liberalization and the Political Economy of Financial Bubbles", *Competition and Change*, 13 (2), pp. 128-144.
- LINCIANO N., 2010. "Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail", Consob, *Quaderni di Finanza*, No. 66.
- LUSARDI A., 2008. "Household saving behavior: the role of financial literacy, information and financial education programs", *NBER Working Paper*, 13824.
- MALKIEL B., 2014. "A Spasso per Wall Street". Milano: Hoepli.
- MARKOWITZ H., 1958. "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, 7 (1), pp. 77-91.
- MINSKY H., 1992. "The Financial Instability Hypothesis", *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper* No. 74.
- MURPHY J., 1999. "Analisi tecnica dei mercati finanziari". Milano: Hoepli.
- SAMUELSON W., ZECKAUSER R., 1988. "Status quo Bias in Decision Making", *Journal of Risk and Uncertainty*, 1 (1), pp. 7-59.
- SHEFRIN H., 2000. "Behavioral Portfolio Theory", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (2), pp. 127-151.

SHEFRIN H., STATMAN M., 1985. "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, 40, pp. 777-790.

SHILLER R.J., 2000. "Euforia Irrazionale". 1° ed. Bologna: *il Mulino*.

STATMAN M., 2011. "Efficient Market in Crisis", *Journal of Investment Management*, 9, pp. 4-13.

WILLIS L.E., 2008. "Against financial literacy education", *Iowa Law Review*, 94, pp. 197-285.